

MARKTAUSBLICK | DEZEMBER 2023 / JANUAR 2024

Wirtschaftskrise und Lösung



Bildquellen: Euro-Euro-Schein,
Detail © Getty Images.

Wealth Management
New Court
St. Swithin's Lane
London EC4N 8AL
Vereinigtes Königreich
+44 20 7280 5000
rothschildandco.com

© 2023 Rothschild & Co
Wealth Management

Datum der Veröffentlichung:
Dezember 2023.
Daten: alle Angaben per 30. November
2023, Text per 5. Dezember 2023.

Quellen für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co oder Bloomberg
(sofern nicht anders angegeben).

Vorwort

INHALT

- 04 Die Krisenmentalität
- 07 Update zur Inflation
- 10 Die 60. Präsidentschaftswahlen in den USA
- 14 Anhang: US-Regierungen der Nachkriegszeit

Wir sollten uns zum Ausklang des Jahres klar darüber sein, dass sich unsere Anlageziele nicht ändern müssen, nur weil sich die Jahreszahl im Kalender ändert. Langfristig ausgerichtete Portfolios, die am 31. Dezember angemessen positioniert sind, sind es am 1. Januar sicherlich immer noch.

Es ist sinnvoll, eine Bestandsaufnahme zu machen, aber als Vermögensverwalter müssen wir das kontinuierlich tun, nicht nur zum Jahreswechsel.

Es ist auch die Zeit des Jahres, in der wir immer wieder über Vorsätze und Ziele sprechen. Es bedeutet, dass wir uns selbst versprechen, dass wir an uns arbeiten und Dinge besser machen wollen. Ob wir diese guten Vorsätze dann befolgen oder nicht - was ist schlimm daran? Aber Vorsätze werden von mehreren Aspekten bestimmt, und sie können sich auch auf die Überwindung - die *Lösung* - eines Problems oder einer Krise beziehen.

In diesem Sinne betreffen die guten Vorsätze auch die derzeit herrschende Mentalität in Bezug auf die wirtschaftliche Entwicklung. Damit bestärken sie jedoch eine Sichtweise, die uns zu schlechteren Investoren machen könnte.

Die Suche nach Lösungen für unsere makroökonomischen Unwägbarkeiten - ein Datum und ein Zeitraum für diese Rezession, eine Inflationsrate, die genau das Ziel erreicht, ein funktionierendes politisches System in den USA, eine überzeugende Antwort auf ein vermeintliches Produktivitätsproblem, eine bestimmte Veränderung der Umweltemissionen - ermutigt uns vielleicht zu der Annahme, dass wir ohne diese Lösungen nicht weiterkommen. Aber wir können und werden wahrscheinlich weiterkommen. In der Regel schaffen wir das.

Es ist noch offen, wie weit die Inflation sinken kann, ohne dass es zu einem grossen wirtschaftlichen Rückschlag kommt. Dennoch könnten sich die Märkte weiterentwickeln. Wenn wir warten, bis die Krise der Lebenshaltungskosten *gelöst* ist, bevor wir einsteigen, könnte der Zug ohne uns abfahren.

Wir erörtern die Mentalität in Bezug auf Krisen weiter unten im Text. Ausserdem aktualisieren wir unsere Inflationsbeobachtung und geben einen Ausblick auf die US-Präsidentschaftswahlen des nächsten Jahres und was sie für Portfolios bedeuten könnten - oder auch nicht.

Wir wünschen unseren Lesern eine friedliche Weihnachtszeit, ein frohes Fest und einen guten Rutsch in das Jahr 2024.

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Globale Anlagestrategen

Die Krisenmentalität

Die Geschichte der entwickelten Volkswirtschaften, so wie sie in den letzten 50 Jahren allgemein dargestellt wurde, ist die Geschichte einer Reihe von Krisen.

Industrielle Unruhen, Deindustrialisierung, Wechselkurseinbrüche, Arbeitslosigkeit, Rezessionen, Inflation, Stagflation, säkulare Stagnation, Ungleichheiten, Schuldenmauern und Abhängigkeiten, törichte Banken, Produktivitätsdefizite, fehlende ökologische Nachhaltigkeit und die Singularität der künstlichen Intelligenz - um nur einige zu nennen.

Einige von ihnen überschneiden sich. Einige scheinen sich zu widersprechen: geringe Produktivität und eine KI-Revolution; Arbeitslosigkeit und eine demografische Zeitbombe; überall sich abwertende Währungen? Einige sind reine Fiktionen (erinnern Sie sich an die Angst vor einer Deflation?), andere sind sehr real (Klimawandel). Aber sie alle haben etwas gemeinsam: Für keine von ihnen wurde jemals vermeldet, dass sie gelöst wurden.

Im gleichen Zeitraum wurden zahllose Millionen Menschen geboren, gingen zur Schule, heirateten ihre Jugendliebe, gründeten Familien und erlebten ein Leben in nie dagewesenem materiellem Reichtum. Die Volkswirtschaften und Investitionsportfolios sind gewachsen, und der durchschnittliche Lebensstandard ist gestiegen.

Die Fortschritte sind weitgehend unbemerkt geblieben und wurden nicht gross gemeldet, weil sie schrittweise und unspektakulär kamen. Allerdings waren die Gewinne in ihrer Gesamtheit gross (das reale Pro-Kopf-BIP der USA hat sich beispielsweise seit 1973 mehr als verdoppelt). Es wäre ein grosser Fehler gewesen, auf die Lösung aller oder einzelner dieser Fragen zu warten.

Die Krisenmentalität ist ein weiterer Aspekt des makroökonomischen Gruppendenkens, das wir im November ausführlich besprochen haben. Sie kann insbesondere taktische Entscheidungen beeinflussen und ist in dieser Jahreszeit möglicherweise besonders ausgeprägt, weil wir bei der allgemeinen Vorfreude auf das Neue Jahr unweigerlich auch an die Sorgen des scheidenden Jahres denken. Allerdings wissen wir aus Erfahrung, dass die Sorgen des aktuellen Jahres nicht unbedingt auch im nächsten Jahr fortbestehen werden.

Sie werden nicht völlig verschwinden. Aber wir können sie entschärfen und uns anpassen. Wir werden sie aus einer anderen Perspektive betrachten - und unsere kollektive Aufmerksamkeit wird sich auf andere Dinge richten, denn es werden andere Dinge geschehen. Die Karawane wird ganz unspektakulär weiterziehen.

Sowohl bei der Gesamtinflation als auch bei der Kerninflation ist jetzt eine eindeutige Umkehr zu erkennen, die sich stärker herauskristallisiert als noch vor einem Monat.



DIE KRISE BEI DEN LEBENSHALTUNGSKOSTEN - UND WIE ES WEITERGEHT

Sowohl bei der Gesamtinflation als auch bei der Kerninflation ist jetzt eine eindeutige Umkehr zu erkennen, die sich stärker herauskristallisiert als noch vor einem Monat. Die Krise bei den Lebenshaltungskosten beherrscht nach wie vor die Schlagzeilen. Dabei erholt sich die durchschnittliche Kaufkraft zumindest teilweise in den USA und in Europa. Hier im Vereinigten Königreich, wo wir über relativ aktuelle monatliche Daten verfügen, lag das «reale» (inflationsbereinigte) Grundgehalt im September mehr oder weniger wieder auf dem Stand vom März 2022.

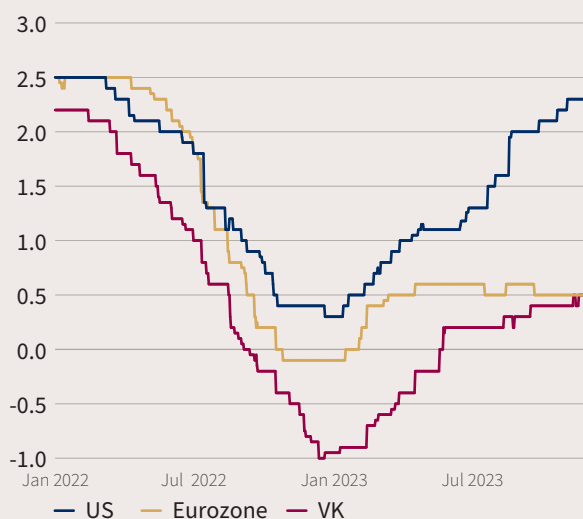
Die Zentralbanken scheinen es geschafft zu haben und ihre Nachlässigkeit in der Vergangenheit hat keine drastischen Folgen. In den sehr langfristigen Charts sieht es nicht nach einer sechsten Inflationswelle aus (wie wir vermutet haben), und die Verfechter der Idee «vorübergehende Entwicklung» scheinen recht zu haben (auch wenn sie sich nicht freuen werden - siehe unten).

Eine niedrigere Inflation mag, für sich betrachtet, kein bemerkenswertes Phänomen sein. Der Punkt ist vielleicht, dass sie (bisher) ohne einen grossen Anstieg der Arbeitslosigkeit eintritt - wahrscheinlich, weil ein erheblicher Teil der Inflation durch Angebotsengpässe und nicht durch eine überbordende Nachfrage verursacht wurde, und wahrscheinlich, weil die westlichen Arbeitskräfte anscheinend stabile Reallöhne gegen stabile Beschäftigung eingetauscht haben. Die Abbildungen 1 und 2 zeigen, dass sich die kurzfristigen Erwartungen für das Wirtschaftswachstum sogar verbessert haben, während die Inflation nachgelassen hat.

Das könnte sich allerdings noch ändern. Die volle Auswirkung der höheren Zinssätze breitet sich immer noch in den grossen Volkswirtschaften aus, und wir können auch nicht glauben, dass wir schon alle potenziellen finanziellen Schäden gesehen haben. Es ist schwer vorstellbar, dass eine der schärfsten geldpolitischen Straffungen der Neuzeit nicht den einen oder anderen finanziellen Unfall verursacht hat, selbst wenn es den Verbrauchern gelingt, den Kopf auch weiterhin über Wasser zu halten.

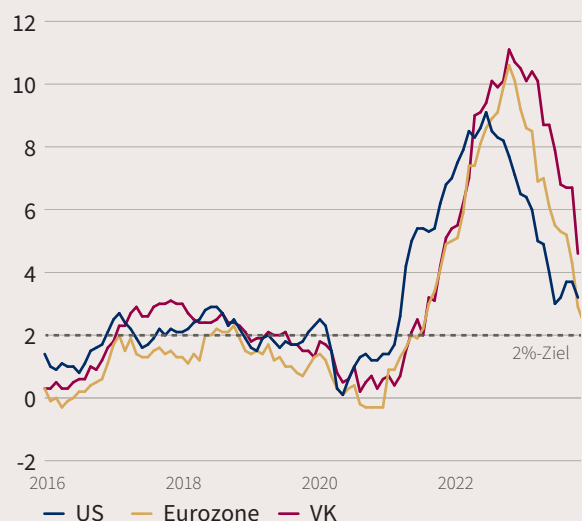
Wir bezweifeln auch, dass die Inflation in den westlichen Ländern nachhaltig auf ihr Ziel zusteuert, sondern erwarten eher, dass sie für ein oder zwei Jahre im Bereich von 2-4 % verharrt. Und so wie es hier Abwärtsrisiken gibt, können wir uns auch vorstellen, dass eine Wiederbelebung der globalen Nachfrage (und/oder erneute Angebotsengpässe) die Preise wieder in die Höhe treiben.

ABBILDUNG 1: KONSENSPROGNOSEN FÜR DAS BIP 2023
DAS BIP 2023
(%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

ABBILDUNG 2: GESAMTINFLATIONS-RATEN
Im Vergleich zum Vorjahr (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

Aber wir haben während der gesamten Entwicklung die Meinung vertreten, dass es nicht zu einem grossen Rückgang der Produktion und der Beschäftigung kommen muss und wahrscheinlich auch nicht wird. Bislang ist *kaum* ein Rückgang zu verzeichnen.

Und auch wenn die Zentralbanken ihre Zinsen bei einer Inflationsrate im Bereich von 2 bis 4 % die Zinsen im Jahr 2024 wohl nicht so schnell oder so weit senken können, wie es die Geldmärkte derzeit annehmen (zur Erinnerung: zu Beginn des Jahres 2023 gingen die Märkte davon aus, dass die Zinsen *jetzt* sinken würden), wird dies keine Auswirkungen auf die Rentabilität der Unternehmen haben. Die Portfolios können damit leben.

Schon jetzt richtet sich die öffentliche Diskussion in aller Stille neu aus, vielleicht auf die spürbaren Beschränkungen des Wachstums. Die Preise der US-Aktien haben seit Ende 2021 mehr als die Hälfte des Rückstands auf die Verbraucherpreise aufgeholt.

ÜBERPRÜFUNG DER GELDPOLITIK: ZU VIEL RESEARCH

Das heisst aber nicht, dass in der Welt der Geldpolitik alles in Ordnung ist. Während die grossen Zentralbanken ihre Überprüfungen durchführen, haben sie vielleicht immer noch nicht ganz «begriffen», wo sie in die Irre gegangen sind.

Der Fehler war keine technische Fehleinschätzung, kein Problem mit dem Verfahren oder den Koeffizienten oder Spezifikationen ihrer ökonomischen Modelle. Er resultiert auch nicht aus ihrem oft zitierten Versagen, die Geldschöpfung adäquat zu «modellieren». Wenn Zentralbanker wie Ben Bernanke zu dem Schluss kommen, dass die Bank of England (zum Beispiel) mehr Research betreiben muss, hat er die Problematik möglicherweise nicht wirklich erfasst.

Es gibt bereits zu viel Research. Die Geldpolitik ist keine Problemstellung, die durch Research gelöst werden kann. Das Versagen war stattdessen sicherlich eine Frage der Urteilsfindung (hier spielt sicher wieder einmal das Gruppendenken eine wesentliche Rolle). Es gibt keine Welt, in der es gut ist, wenn sich sowohl die Zinssätze als auch die Arbeitslosigkeit gleichzeitig auf einem historischen Tiefstand bewegen (was noch Ende 2021 der Fall war).

Nachdem die grossen Zentralbanken nach dem “Verschütten der Milch” zu spät mit einem “schnellen Griff nach der Kanne” reagiert haben, könnten sie nun einen weiteren wichtigen Punkt übersehen. Wenn die zeitlichen Verzögerungen zwischen Zinsänderungen und der Reaktion der Realwirtschaft so lang und variabel sind, dass sie sich über mehr als zwei Jahre erstrecken, dann kann es so etwas wie eine «fein abstimmbare» Geldpolitik im üblichen Sinne des Wortes nicht geben.

Unabhängiges Handeln ohne unabhängiges Denken ist nicht viel wert.

ANPASSUNG AN DIE GEGEBENHEITEN

Die Krisenmentalität passt nicht zu guter Anlageberatung. Das makroökonomische Leben ist in der Realität keine kontinuierliche Abfolge von Krisen und sauberen Lösungen, sondern eine ständige Anpassung an die Umstände und die sich verändernde öffentliche Wahrnehmung. Bei langfristigen Investitionen geht es weniger darum, Entscheidungen unter Druck zu treffen, und vielmehr darum, sich für die eigene Perspektive zu entscheiden und geduldig zu bleiben.

Wir sollten uns auch weiterhin davor hüten, die schrecklichen Ereignisse im Nahen Osten auf die beschränkte und unpersönliche Welt der Finanzen zu übertragen. Diese Ereignisse, genau wie z. B. das anhaltende Trauma in der Ukraine, werden sich möglicherweise nicht wesentlich auf die globalen Energiekosten oder die Risikoaversion auswirken - und tatsächlich gibt es bisher kaum Anzeichen dafür, dass sie dies tun. Die Ölpreise und der US-Dollar notieren derzeit niedriger, die Aktien sind gestiegen.

Wenn der nächste signifikante Zinsschritt - auch wenn er erst lange nach 2024 kommt - eine Senkung ist und sich die Konjunkturumfragen weiter stabilisieren, können die Kapitalmärkte weiter zulegen.

Wir sind nach wie vor der Meinung, dass Aktien langfristig das meiste Potenzial bieten. Trotzdem meiden wir zum ersten Mal seit vielen Jahren die Anlageklasse der Anleihen nicht. Wir erwärmen uns aktiv für Emissionen mit einer längeren Laufzeit. Anleihen sind noch nicht unwiderstehlich billig, aber sie bieten endlich wieder eine vernünftige Rendite, selbst nach der Rallye des letzten Monats, und eine zuverlässigere Diversifizierung.

Update zur Inflation

Sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflationen sind seit der letzten Ausgabe unseres *Marktausblicks* zurückgegangen, insbesondere in Europa (Abbildungen 2 und 3).

Wie unsere regelmässigen Leser und Leserinnen wissen, verfolgen wir die Hauptkategorien der Inflation des Verbraucherpreisindex (CPI) - Energie, Lebensmittel, Waren und Dienstleistungen - sehr genau. Erfreulicherweise hat sich der Inflationsdruck bei allen vier Komponenten weiter abgeschwächt.

Ermutigende Entwicklungen bei der Energie- und Nahrungsmittelinflation sind weiterhin wichtige Faktoren für einen Rückgang der Inflation.

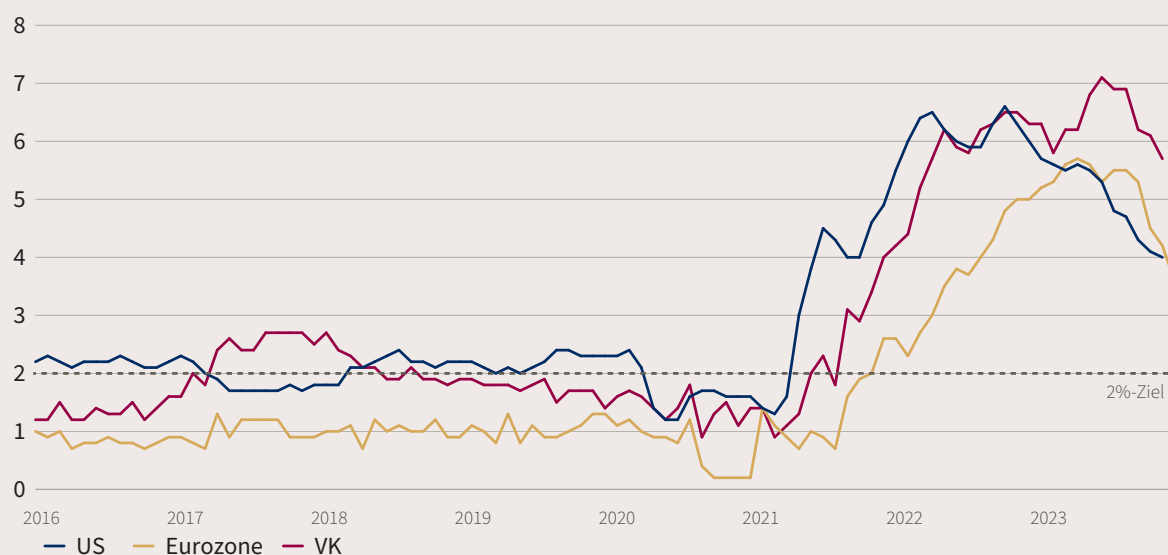
Im Bereich **Energie** sind die Erdölpreise im vergangenen Monat gefallen und liegen derzeit unter dem Niveau von Anfang Oktober (als die schrecklichen Ereignisse im Nahen Osten begannen). Das ist insbesondere für die US-amerikanische VPI-Inflation im Energiebereich vorteilhaft, da diese stark auf die Ölpreise reagiert. Sie wurde im Oktober den achten Monat in Folge mit einer negativen Entwicklung gemeldet, und dieser deflationäre Trend wird sich wahrscheinlich auch im November fortsetzen.

Die Energiekosten in Europa wurden durch den Anstieg der Erdgaspreise nach dem Einmarsch Russlands in der Ukraine in die Höhe getrieben. In der Folge brachen die Gaspreise jedoch ein (auf den Grosshandelsmärkten sind die Notierungen um rund 90% gesunken), und sowohl in der Eurozone als auch im Vereinigten Königreich hat sich der deflationäre Trend bei der Verbraucherpreisinflation im Energiebereich in den letzten Monaten noch verstärkt.

Es ist möglich, dass wir den grössten Teil der nachlassenden Inflation aufgrund der Energiepreise in Europa bereits gesehen haben. So kündigte die britische Energieregulierungsbehörde Ofgem an, dass die Obergrenze für die Energiepreise im Januar geringfügig angehoben wird.

ABBILDUNG 3: KERNINFLATIONS-RATEN

Im Vergleich zum Vorjahr (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

Ein signifikanter Anstieg der europäischen Erdgaspreise - und damit der Verbraucherpreis-inflation im Energiesektor – ist jedoch trotz extremer Wetterbedingungen wohl vermeidbar.

Die europäischen Länder haben sich auf die neue Versorgungslandschaft eingestellt und sich von russischen Gasimporten gelöst, während für die Gasvorräte derzeit ein Rekordhoch für diese Jahreszeit gemeldet wird (Abbildung 4). Es lohnt sich auch, für einen möglichen erneuten Preisrückgang offen zu bleiben – die Grosshandelspreise für Erdgas waren noch vor wenigen Monaten 50% niedriger als heute.

Der Trend einer nachlassenden Inflation hat sich auch bei den **Nahrungsmitteln** fortgesetzt - hier gehen die Grosshandelspreise allmählich zurück. Sie liegen immer noch über dem Niveau vor der Pandemie - und werden diesen Schwellenwert vielleicht nicht wieder erreichen -, aber sie liegen um 25% unter dem Höchststand von 2022 und 11% unter dem Niveau im 12-Monatsvergleich, was letztlich für die jährlichen Inflationsraten ausschlaggebend ist (Abbildung 5).

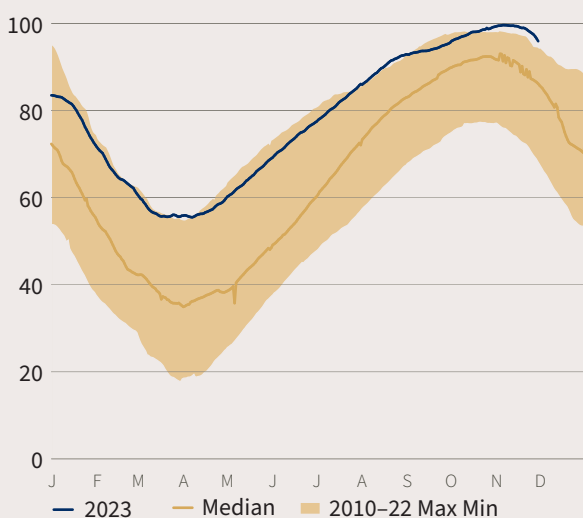
Zwischen den Veränderungen der Grosshandelspreise und den Preisen, die wir in den Supermarktregalen sehen, gibt es lange Verzögerungen, so dass der Trend zu einer nachlassenden Lebensmittelinflation sowohl in den USA als auch in Europa im nächsten Jahr anhalten dürfte. Es ist allerdings vorstellbar, dass die Preisrückgänge nicht vollständig an die Endverbraucher weitergegeben werden. Andere mit dem Endprodukt verbundene Kosten - z. B. für Verarbeitung, Verpackung und Vertrieb - könnten weniger flexibel sein.

Die Kerninflation, bei der die volatilen Komponenten Lebensmittel und Energie nicht berücksichtigt werden, ist - wie bereits erwähnt - ebenfalls zurückgegangen.

Die VPI-Inflation für **Waren** ist in den USA und auch in Europa weiter gesunken. Dieser Rückgang dürfte vor allem auf die anhaltende Erholung der Lieferlogistik zurückzuführen sein. Der Global Supply Chain Pressure Index der New Yorker Fed ist im Oktober auf einen neuen Tiefstand gefallen, der eine erhebliche Freisetzung von Kapazitäten markiert (Abbildung 6). Hinzu kommt, dass die Erzeugerpreis-inflation in den USA gedämpft und in Europa negativ war, was weiter zu niedrigeren Verbraucherpreisen beitragen dürfte (vorausgesetzt, die Unternehmen geben sie weiter, anstatt sie zur Erhöhung ihrer Gewinnspannen zu nutzen).

ABBILDUNG 4: FÜLLSTAND DER EUROPÄISCHEN GASSPEICHER

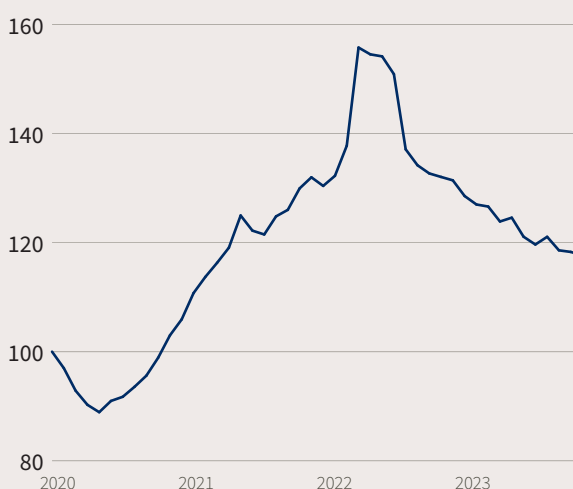
Gesamtkapazität (in %)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, Gas Infrastructure Europe, AGSI+

ABBILDUNG 5: GLOBALE GROSSHANDELSPREISE FÜR LEBENSMITTEL

Neubasierter Index, Jan 2020 = 100



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, Ernährungs- und Landwirtschaftsorganisation der Vereinten Nationen

Die Inflation für **Dienstleistungen** bleibt die schwierigste Kategorie, aber sie scheint sowohl in den USA als auch in Europa ihren Höchstwert erreicht zu haben. Die Hartnäckigkeit dieses Faktors wurde hauptsächlich mit den über dem Trend liegenden Nominallohnzuwachsrate erklärt, die in den USA nach wie vor hoch, wenn auch allmählich rückläufig sind. In Europa haben sie noch keinen überzeugenden Gipfel erreicht. Dennoch erscheint eine Lohn-Preis-Spirale wie in den 1970er Jahren immer unwahrscheinlicher. Das reale (inflationbereinigte) Lohnwachstum ist erst seit kurzem leicht positiv - und zwar weil die Preise nachgeben, nicht weil die Löhne steigen (Abbildung 7).

Es ist auch erwähnenswert, dass innerhalb der US-Dienstleistungsinflation die Komponente Wohnen (eine Messgrösse für die Wohnkosten im Eigenheim und zur Miete) mehr als ein Drittel des gesamten US-VPI-Warenkorbs ausmacht. Wie wir schon in der letzten Ausgabe des *Marktausblicks* erklärt haben, hat dieser Faktor den grössten Einfluss. Die Gesamtinflation in den USA ohne Berücksichtigung der Wohnkosten ist sogar unter das VPI-Ziel der Federal Reserve von 2% gefallen. Dennoch hat der Inflationswert für die Wohnkosten zumindest seinen Gipfel erreicht und dürfte in den kommenden Monaten weiter nachlassen, da er dem Wachstum der Preise für Wohneigentum und Mieten um etwa ein Jahr hinterherläuft. Beide sind auf die Wachstumsraten vor der Pandemie zurückgefallen.

Wir haben bereits in früheren Publikationen erklärt, dass wir mit einem Einpendeln der Inflation im Bereich von 2-4% über dem Zielwert rechnen. Die Gesamtinflation ist in den USA und der Eurozone inzwischen in diesen Bereich gefallen, die Kernraten dürften in den kommenden Monaten folgen. Dennoch ist es angesichts der gestiegenen geopolitischen Risiken zu früh für eine Schlussfolgerung, dass diese Inflationsepisode - mit ihren Folgen - vollständig vorbei ist.

ABBILDUNG 6: GLOBAL SUPPLY CHAIN PRESSURE INDEX

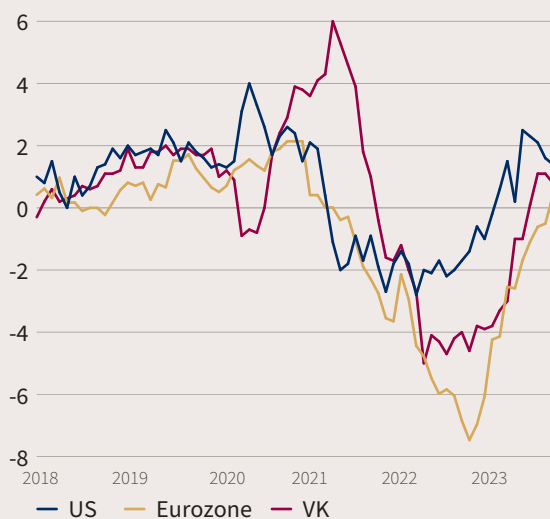
Standardabweichungen vom langjährigen Durchschnitt



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, Federal Reserve Bank of New York

ABBILDUNG 7: REALLOHNWACHSTUM

Im Vergleich zum Vorjahr (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, Refinitiv Datastream, Federal Reserve Bank of Atlanta, Europäische Zentralbank, UK Office for National Statistics
Anmerkung: Berechnung des realen Lohnwachstums: Nominales Lohnwachstum minus Gesamtinflationsrate.

Die 60. Präsidentschaftswahlen in den USA

Es hat den Anschein, dass der Lärmpegel aus dem politischen Lager im Jahr 2024 noch viel stärker wird.

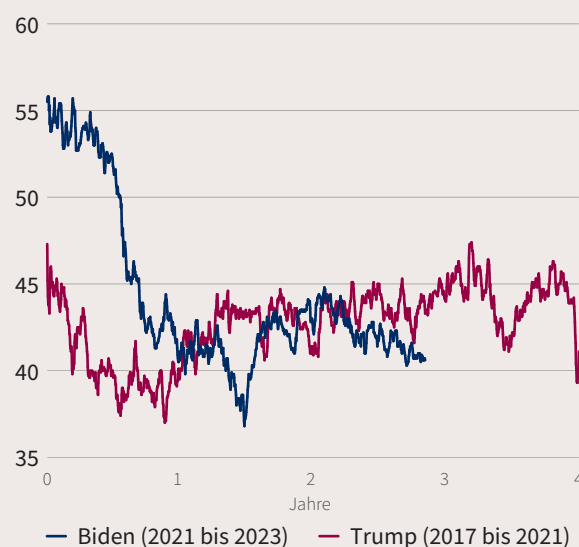
Der US-Wahlzyklus, der im Januar mit den ersten Vorwahlen beginnt, wird wahrscheinlich zum ersten Mal seit 1992, als Bill Clinton und John Major in ihre jeweiligen Ämter gewählt wurden, mit einer britischen Parlamentswahl zusammenfallen. Während im Vereinigten Königreich in den nächsten 12 Monaten eine Wachablösung wahrscheinlich ist, ist der Ausgang der Wahlen in den USA alles andere als gewiss.

Die Andersartigkeit der USA war in der Nachkriegszeit ein Merkmal der Wirtschaft und des Aktienmarktes, nicht aber der Politik, die sich gleichermassen durch ihre Komplexität wie durch ihre Dysfunktionalität auszeichnet.

Die wichtigsten Protagonisten des bevorstehenden US-Wahlkampfes sind bekannt: Joe Biden und Donald Trump - ein Mann, der derzeit wegen 91 Straftaten angeklagt ist. Sollte einer von ihnen die Vorwahlen seiner Partei gewinnen, was angesichts des Mangels an überzeugenden alternativen Kandidaten wahrscheinlich ist, werden wir ein Rennen der ältesten Präsidentschaftskandidaten aller Zeiten erleben. Donald Trump wird demnächst achtzig, Präsident Biden hat vor kurzem das 81. Lebensjahr vollendet.

ABBILDUNG 8: ZUSTIMMUNG ZUR LEISTUNG DES US-PRÄSIDENTEN

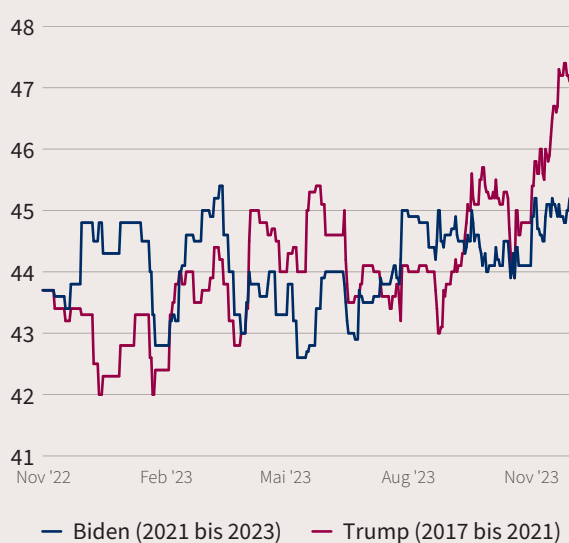
Durchschnitt (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, RealClearPolitics

ABBILDUNG 9: UMFRAGEN ZU DEN US-PRÄSIDENTENWAHLWEN 2024

Durchschnitt (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, RealClearPolitics

Die Geschichte lehrt uns, dass der amtierende Präsident oft von einem «Amtszeitvorteil» profitiert. Allerdings hat Bidens Kampf um seine Wiederwahl einen schwachen Start. Seine Zustimmungswerte zu diesem Zeitpunkt seiner Amtszeit sind die zweitniedrigsten aller Nachkriegspräsidenten (die Werte für Jimmy Carter waren Ende der 1970er Jahren sogar noch niedriger). Obwohl Donald Trump in seiner ersten Amtszeit nicht viel besser abgeschnitten hat (Abbildung 8), liegt seine Kampagne «Keep America Great» laut den aktuellen Meinungsumfragen vorn (Abbildung 9). Obwohl die landesweiten Umfragen zu diesem frühen Zeitpunkt alles andere als unfehlbar sind, deuten einige der entscheidenden Swing States (Bundesstaaten, bei denen der Wahlausgang auf der Kippe steht), nämlich Arizona, Georgia, Michigan, Nevada, North Carolina, Pennsylvania und Wisconsin, darauf hin, dass Trump in Führung liegt. Perverserweise hat das Gerede von einer politischen Hexenjagd einen grossen Teil von Trumps politischer Basis bestärkt, die sich offenbar gegen das Establishment und den empfundenen «Wokeism» auflehnen will.

Eins ist klar: Die Mehrheiten im Kongress sind extrem ausgeglichen, und das wird wahrscheinlich auch so bleiben. Der Senat ist 50:50 geteilt, wobei die Demokraten die Kontrolle haben (der Vizepräsident hat die entscheidende Stimme), während die Republikaner eine sehr knappe Mehrheit im Repräsentantenhaus haben. In den letzten Jahren haben Ideologie und Parteizugehörigkeit zu einer zunehmenden politischen Polarisierung geführt, die sich nicht nur über die Parteigrenzen hinweg auswirkt, sondern auch innerhalb der zersplitterten Parteien selbst.

Vor allem die Republikaner waren in diesem Jahr nicht in der Lage, sich auf ein gemeinsames wirtschafts- und finanzpolitisches Ziel zu einigen, wie der langwierige Streit um die Schuldenobergrenze und kürzlich der Rücktritt des Sprechers des Repräsentantenhauses gezeigt haben. Die anhaltende Blockade des jährlichen Haushaltsverfahrens erinnert ständig an die Gefahr einer weitgehenden Stilllegung der Bundesverwaltung. So wie es aussieht, könnten sowohl der Senat als auch das Repräsentantenhaus in Anbetracht der anstehenden Rücktritte und der Form der Umfragen kippen. Sollte dieser Fall eintreten, bedeutet es einfach, dass dem Land noch mehr Stillstand der Legislative bevorsteht.

Es gibt keinen Mangel an wichtigen Themen, mit denen sich der nächste Inhaber des Oval Office auseinandersetzen muss, die von ungelösten aussenpolitischen Fragen - Naher Osten, Angriff durch Russland, Handel und Spannungen zwischen Taiwan und China - bis hin zu innenpolitischen und klimabezogenen Fragen.



Die ideologisch gegensätzlichen Ansichten von Biden und Trump werden in den kommenden Monaten einer eingehenden Prüfung unterzogen. Die grösste Herausforderung für den derzeitigen US-Präsidenten ist vielleicht weniger sein Alter oder die ähnlich niedrigen Zustimmungsraten für seine wahrscheinliche Kandidatin Kamala Harris, als seine wahrgenommene wirtschaftliche Kompetenz. Die Schlagzeilen werden von Konflikten und politischen Streitigkeiten beherrscht, diese Wahl wird jedoch durch die Gesundheit der Wirtschaft bestimmt - letztendlich sind die Lebenshaltungskosten und die Arbeitsplätze für die Wähler am wichtigsten. Der (freier übersetzte) Spruch von James Carville aus der Clinton-Ära gilt immer noch: «Auf die Wirtschaft kommt es an, Dummkopf!».

Trotz der niedrigen Zustimmungsraten für Biden war er bei der Verabschiedung von Gesetzen relativ erfolgreich - einschliesslich des umweltfreundlichen Inflation Reduction Act und des CHIPS Act (Schaffung von Anreizen für die Produktion von Halbleitern) - trotz der schwierigen Zahlenverhältnisse im Kongress. Die Bilanz von Bidens Erfolgen in puncto Wirtschaft und Märkte fällt allerdings etwas gemischter aus. US-Aktien haben in den letzten drei Jahren eine (inflationbereinigte) Rendite von 2,5 % pro Jahr erzielt (Abbildung 10), ein ungünstiger Vergleich mit dem Nachkriegsdurchschnitt von 6,7% pro Jahr.

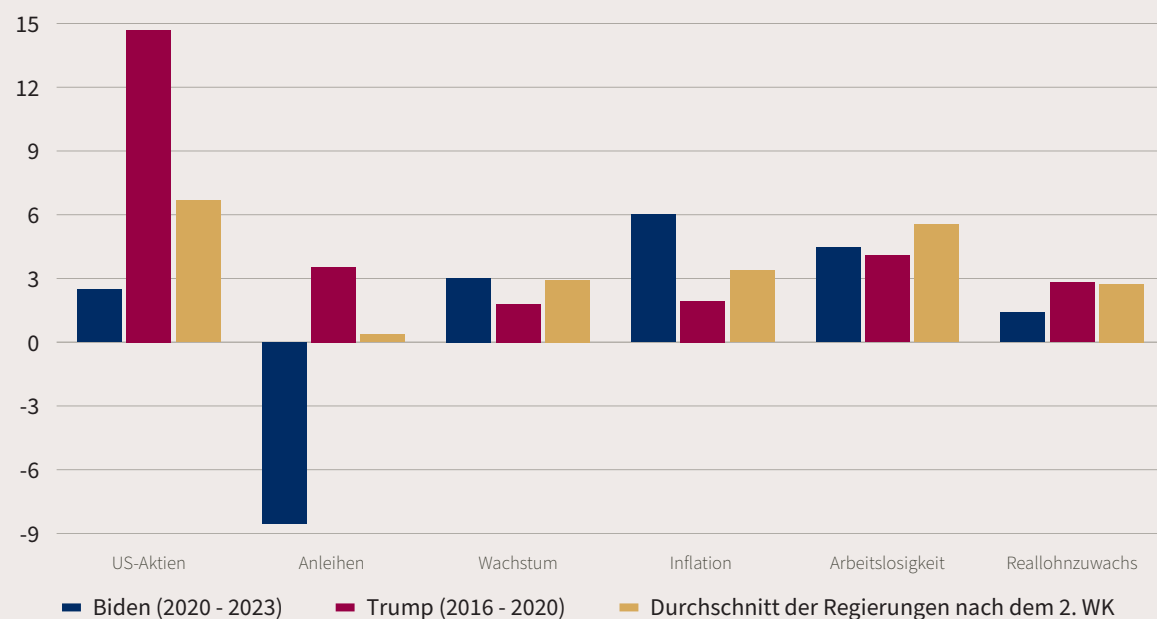
Für Anleiheinvestoren war dieser Zeitraum schmerzhafter.

Aus wirtschaftlicher Sicht hat sich das Wachstum gut gehalten, spiegelt aber zum Teil die günstige Ausgangssituation nach der pandemiebedingten Wende im Jahr 2020 wider. Es ist besonders bezeichnend, dass die Umfragen zur Verbraucherstimmung weiterhin sehr pessimistisch ausfallen, was darauf hindeutet, dass der schwierige Inflationskontext die Stimmung bestimmt.

Aus Investmentperspektive ist die Schlüsselerkenntnis, dass der Kontext wichtig ist. Die landläufige Meinung, dass die Republikaner grundsätzlich wirtschaftsorientiert und weniger interventionistisch sind und Demokraten sich für mehr Staat und höhere Ausgaben einsetzen, ist irreführend.

ABBILDUNG 10: AUSGEWÄHLTE RENDITEN VON ANLAGEKLASSEN UND WIRTSCHAFTLICHE LEISTUNG UNTER VERSCHIEDENEN US-PRÄSIDENTEN

Pro Jahr (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

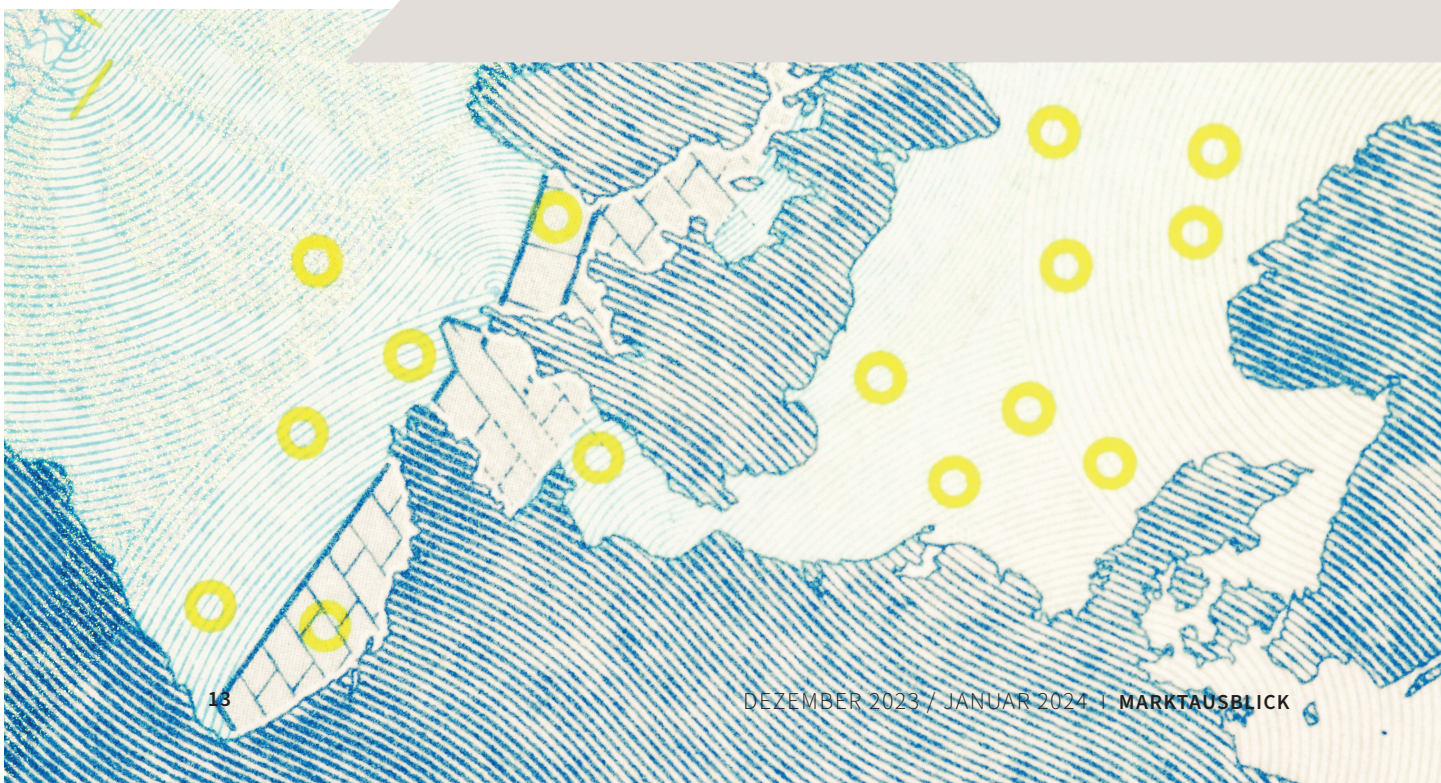
Anmerkung: Angaben zu US-Aktien- und Anleiherenditen sind annualisiert und auf realer Basis. Wachstum, Inflation und Lohnzuwachs sind ebenfalls annualisiert. Die Arbeitslosenquote ist der Jahresdurchschnitt.

Oft sind andere Dinge wichtiger - hier der Konjunkturzyklus. Die demokratischen Präsidenten haben oft in Zeiten besseren Wachstums und besserer Marktergebnisse regiert, aber das sagt wahrscheinlich mehr über das Konjunkturklima als über den Erfolg ihrer Politik aus.

Der Lärmpegel der Politik könnte in den kommenden Monaten für zusätzliche Volatilität sorgen. Das muss unserer Meinung nach jedoch nichts an den aktuellen Wirtschaftstrends ändern, die wir als insgesamt positiv für die Kapitalmärkte einschätzen (wenn auch stärker für Aktien als für Anleihen).

Diejenigen, die sich Sorgen über eine mögliche Rückkehr von Präsident Trump machen, sollten nicht vergessen, dass selbst seine erste Amtszeit nicht die wirtschaftliche Katastrophe war, die viele erwartet hatten. Und es ist noch fast ein Jahr hin, bis sich die Wähler zu den Wahlurnen aufmachen. Das Bild, da sich über die Wirtschaft herauskristallisiert, könnte die Dynamik der bevorstehenden Wahl noch in die eine oder die andere Richtung verschieben.

Die Schlagzeilen werden von Konflikten und politischen Streitigkeiten beherrscht, diese Wahl wird jedoch von der Gesundheit der Wirtschaft bestimmt.



Anhang: US-Regierungen der Nachkriegszeit

LEGENDE FÜR KALENDERJAHRE

 Legislative demokratisch kontrolliert
 Legislative republikanisch kontrolliert
 Geteilter Kongress

PRÄSIDENT	POLITISCHE PARTEI	AMTSEINFÜHRUNG	S&P 500 INDEX REALE RENDITEN (%)				WIRTSCHAFTSINDIKATOREN (%)					
			JAHR				GESAMTE AMTSZEIT (AN.)	US-STAATSANLEIHEN (REAL, AN.)	WACHSTUM (AN.)	INFLATION (AN.)	ARBEITSLÖSEN RATE (DURCHSCHNITTL.)	REALES LOHNWACHSTUM (AN.)
			1	2	3	4						
FDR / Truman	Demokraten	1945	34	-26	-3	3	-0,5	-4,4	-2,4	2,9	3,3	—
Truman	Demokraten	1949	25	27	18	-17	11,6	-1,2	5,6	2,7	4,4	6,4
Eisenhower	Republikaner	1953	-2	53	31	4	19,5	0,5	2,9	0,9	4,2	4,3
Eisenhower	Republikaner	1957	-14	41	10	-1	7,5	1,0	2,1	1,9	5,4	-0,1
JFK / Johnson	Demokraten	1961	26	-10	21	15	12,2	2,1	5,2	1,2	5,8	5,6
Johnson	Demokraten	1961	11	-13	21	6	5,2	-1,5	5,1	3,3	4,0	6,1
Nixon	Republikaner	1969	-14	-2	11	16	2,0	1,0	3,3	4,5	4,9	3,9
Nixon / Ford	Republikaner	1973	-24	-39	30	19	-7,7	-1,9	2,2	8,3	6,6	0,6
Carter	Demokraten	1977	-14	-2	5	20	1,6	-9,5	3,2	10,3	6,6	1,4
Reagan	Republikaner	1981	-14	18	19	2	5,3	9,2	3,3	5,1	8,5	2,6
Reagan	Republikaner	1985	28	17	1	12	14,2	9,4	3,9	3,4	6,5	4,0
Bush	Republikaner	1989	27	-9	27	5	11,3	7,5	2,2	4,2	6,2	1,8
Clinton	Demokraten	1993	7	-1	35	20	14,3	5,3	3,4	2,8	6,1	1,5
Clinton	Demokraten	1997	32	27	18	-13	14,7	5,4	4,2	2,4	4,5	5,0
Bush	Republikaner	2001	-13	-25	27	8	-2,9	4,5	2,4	2,4	5,4	0,9
Bush	Republikaner	2005	2	13	1	-37	-7,4	5,8	1,1	2,5	5,0	1,4
Obama	Demokraten	2009	24	14	-1	14	12,3	2,8	1,4	2,3	8,8	0,6
Obama	Demokraten	2013	31	13	1	10	13,1	0,1	5,8	1,2	6,0	2,4
Trump	Republikaner	2017	20	-6	29	4	14,7	3,5	1,8	1,9	4,1	2,8
Biden	Demokraten	2021	21	-25	18	—	2,5	-8,5	3,0	6,0	4,5	1,4
GESAMTE AMTSZEIT	80		7,9	0,6	15,3	3,4	6,7	0,4	2,9	3,4	5,5	2,7
Demokraten	40	50	18,8	-1,4	12,6	5,1	8,5	-0,3	3,3	3,3	5,4	3,3
Republikaner	40	50	-2,0	2,7	18,1	1,8	4,9	1,0	2,5	3,5	5,7	2,2

Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

WACHSTUM: GROSSE VOLKSWIRTSCHAFTEN

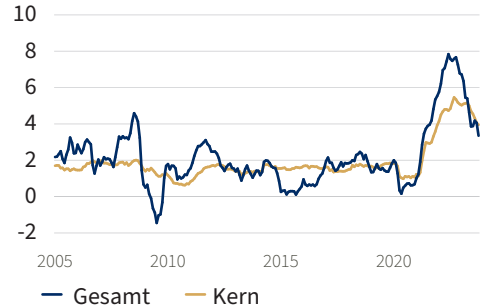
Optimismus der Unternehmen:
Standardabweichungen



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co
Zusammenges. zukunftsger. Komponenten der Umfragen im verarb. Gewerbe: China, Deutschland, Japan, GB, USA lose gewichtet nach GDP

G7 INFLATION

%, zum Vorjahr



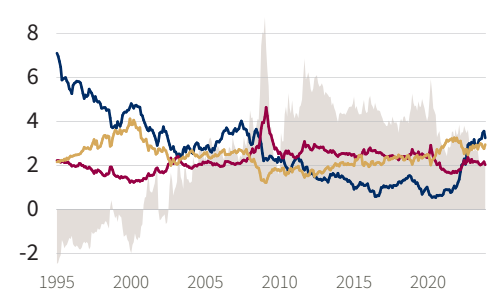
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

AKTIEN/ANLEIHEN - REL. RETURN-INDEX (%)



Quelle: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

AKTIEN/ANLEIHEN - REL. BEWERTUNGEN



Quelle: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE ANLEIHEN

Derz. Renditen, jüngste Renditen in Lokalwährung

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
10-J.-US-Treasury	4.3	-1.5	-18.1
10-J.-US-Gilt	4.2	-2.7	-20.0
10-J.-Bundesanleihen	2.4	-1.1	-18.5
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	0.9	2.7	-8.2
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.7	-1.5	-3.1
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	3.9	2.6	-8.8
Globale Anl.: Hochzins (USD)	9.0	9.5	1.9
EM (USD)	7.6	5.6	-11.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE AKTIENMÄRKTE

Dividendenrendite, jüngste Renditen in Lokalw. (MSCI-Indizes)

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.1	11.3	23.3
DM	2.0	12.2	27.5
EM	2.9	4.4	-4.8
US	1.5	13.7	27.5
Eurozone	3.3	11.0	25.4
UK	4.1	2.3	36.9
Schweiz	3.1	-0.8	7.5
Japan	2.2	22.5	44.3

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE DEWEISENKURSE

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	116	-1.4	8.7
Euro (EUR)	135	5.6	2.8
Yen (JPY)	72	-6.0	-24.5
Pfund (GBP)	83	3.9	6.2
Schweizer Franken (CHF)	191	5.7	14.3
Chin. Yuan (CNY)	140	-0.7	4.5

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

ROHSTOFFE UND VOLATILITÄT

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	274	-2.2	71.0
Brent Rohöl (\$/b)	83	-3.0	74.0
Gold (\$/oz.)	2,036	15.1	14.6
Industriemetalle (1991 = 100)	315	-10.7	11.5
Impl. Aktienvolatilität (VIX,%)	13	-37.2	-37.2
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	115	-9.4	182.4

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
30. November 2023.

Die in der Vergangenheit
erzielte Performance ist kein
zuverlässiger Massstab für die
künftige Wertentwicklung.



Wichtige Informationen

Dieses Dokument wird von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited lediglich zu Informations- und Marketingzwecken und nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers herausgegeben. Es darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden, sofern Rothschild & Co Wealth Management UK Limited dem nicht im Voraus ausdrücklich schriftlich zugestimmt hat. Dieses Dokument stellt weder eine persönliche Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist.

Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung. Der Wert einer Kapitalanlage und die mit ihr erzielten Erträge können im Falle von Anlagen in Auslandswährungen aufgrund von Wechselkursänderungen steigen oder sinken. Investitionen in Schwellenmärkten können grösseren Risiken unterliegen. Bei Portfolios, die in Anlagen und andere festverzinsliche Wertpapiere investieren, können Zinsänderungen zu Wertverlusten führen. Hedgefonds setzen häufig Fremdkapital ein; die Aufnahme von Krediten zur Ertragssteigerung und andere spekulative Anlagepraktiken erhöhen das Risiko von Anlageverlusten.

Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert Rothschild & Co Wealth Management UK Limited weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut; ausgenommen sind Fälle von Betrug. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen. Darüber hinaus können alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Daten ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Handelt es sich bei der Datenquelle in dieser Präsentation um MSCI, sind wir verpflichtet Ihnen als Nutzungsbedingung Folgendes mitzuteilen: „Weder MSCI noch eine andere an der Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der MSCI-Daten beteiligte Partei leisten ausdrückliche oder indirekte Gewährleistungen oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die infolge ihrer Nutzung zu erzielenden Ergebnisse), und sämtliche Parteien lehnen hiermit ausdrücklich sämtliche Gewährleistungen in Bezug auf die Echtheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck dieser Daten ab. Unbeschadet des Vorstehenden übernehmen MSCI, die mit ihr verbundenen Unternehmen oder Dritte in Bezug auf die Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der Daten keinerlei Haftung für unmittelbare, mittelbare, besondere, Strafschadenersatz einschliessende, Folge- oder sonstige Schäden (einschliesslich entgangener Gewinne), auch dann nicht, wenn auf die Möglichkeit solcher Verluste hingewiesen wurde. Eine Verteilung oder Weiterverbreitung der Datens von MSCI ist ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI unzulässig.“

In Grossbritannien wird dieses Dokument von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited, in der Schweiz von Rothschild & Co Bank AG ausgegeben. In manchen Ländern kann die Ausgabe dieses Dokuments durch Gesetze oder andere Vorschriften eingeschränkt sein. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich zu informieren und alle einschlägigen rechtlichen und aufsichtsbehördlichen Bestimmungen einzuhalten. Im Zweifelsfall dürfen weder dieses Dokument noch Kopien davon in die USA versandt oder mitgenommen oder in den USA in Umlauf gebracht oder an eine US-Person ausgehändigt werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Hinweise auf Rothschild & Co beziehen sich auf jedes zum Konzern der Rothschild & Co Continuation Holdings AG gehörende Unternehmen, das unter dem Namen «Rothschild & Co» tätig ist, aber nicht notwendigerweise auf ein bestimmtes Rothschild & Co Unternehmen. Kein Unternehmen der Rothschild & Co Gruppe ausserhalb Grossbritanniens unterliegt dem britischen Financial Services and Markets Act aus dem Jahr 2000. Falls dennoch Dienstleistungen dieser Unternehmen angeboten werden, so gelten die britischen aufsichtsbehördlichen Schutzbestimmungen für Privatkunden nicht. Auch besteht kein Anspruch auf Entschädigung nach dem britischen Financial Service Compensation Scheme.

Zur Rothschild & Co Gruppe gehören unter anderem folgende Vermögensberatungsgesellschaften:

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Registriert in England unter der Nummer 04416252. Sitz der Gesellschaft: New Court, St Swithin's Lane, London, EC4N 8AL. Zugelassen und beaufsichtigt von der Financial Conduct Authority.

Rothschild & Co Bank International Limited. Sitz der Gesellschaft: St Julian's Court, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3BP. Lizenziert und beaufsichtigt von der Guernsey Financial Services Commission.

Rothschild & Co Bank AG. Sitz der Gesellschaft: Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich, Schweiz. Zugelassen und beaufsichtigt von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.